

أثر مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الإستثمار المفتوحة في
مصر: دراسة ميدانية
سارة محمود بدوي رفاعي

الملخص:

هدفت الدراسة للتعرف على دور مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الإستثمار المفتوحة لدى شركات إدارة صناديق الإستثمار المفتوحة في جمهورية مصر العربية، وتم استخدام المنهج التحليلي الوصفي، ولقد تم تصميم أداة القياس هي الاستبيان وتم توزيعها على عينة عشوائية طبقية من العاملين لدى تلك الشركات، وتم استخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS لاختبار فروض الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر ايجابي لتقليل حجم مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الإستثمار المفتوحة في مصر، وأوصت الدراسة بضرورة زيادة الاهتمام بتقليل مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار لما له من أثر ايجابي على أداء صناديق الإستثمار المفتوحة في مصر.

Abstract:

The study aimed to identify the role of management risk as one of the risk of investment on the performance of open investment funds in open investment fund management companies in the Arab Republic of Egypt.

The descriptive analytical method was used. The measurement tool was designed and distributed to a random sample of employees of these companies. The use of the statistical analysis program SPSS to test the study hypotheses.

The study found that there is a positive impact to reduce the size of management risk as one of the risk of investment on the performance of open investment funds in Egypt.

The study recommended increasing attention to reduce the risk management As one of the risks of investment because of its positive impact on the performance of open investment funds in Egypt.

الجزء الأول: الإطار العام للدراسة

أولاً: الدراسات السابقة:

١. دراسة (Clifford et. Al., 2013)^(١) بعنوان: أثر المخاطر على أداء صناديق الاستثمار.

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة على أداء صناديق الأسهم الأمريكية من الفترة ١٩٩٩ وحتى ٢٠٠٩ وبشكل نصف سنوي. توصلت الدراسة الى أن المخاطر المنتظمة لا تؤثر على أداء صناديق الاستثمار محل الدراسة بينما تؤثر المخاطر الغير المنتظمة بشكل كبير على أداء الصناديق محل الدراسة وأن قرار المستثمرين للاستثمار في صناديق معينة لا يرجع إلى مستوى المخاطرة في هذه الصناديق، بل يرجع إلى الأداء السابق الذي حققته هذه الصناديق.

٢. دراسة (Amihud, 2013)^(٢) بعنوان: استخدام معامل التحديد كمؤشر لأداء صناديق الاستثمار.

هدفت الدراسة إلى استخدام معامل التحديد الاحصائي R^2 في التنبؤ بأداء صناديق الاستثمار من خلال تحليل الانحدار للعوائد الخاصة بالصناديق مقارنة بمؤشر السوق. توصلت الدراسة إلى انه كلما انخفضت قيمة معامل التحديد الاحصائي R^2 كلما زادت القدرة على الاختيار الجيد وتحقيق معامل ألفا أعلى وبالتالي تحقق الصناديق أداء أفضل، كما توصلت إلى أن هناك علاقة إيجابية بين معامل التحديد وحجم الاموال المستثمرة في الصندوق وعلاقة سلبية بينه وبين المصروفات وخبرة المديرين.

٣. دراسة (أحمد، ٢٠١٥)^(٣) بعنوان: أثر أداء صناديق الاستثمار على كفاءة البورصة المصرية.

هدفت الدراسة إلى محاولة الوقوف على أداء صناديق الاستثمار على كفاءة البورصة المصرية من خلال الوقوف على أثر كل من حجم رأس المال السوقي وحجم تداوله ونسبة قيمة تداول صناديق الاستثمار على كفاءة أداء البورصة المصرية، وكذلك التعرف على أثر أداء صناديق الاستثمار على الكفاءة التشغيلية للبورصة المصرية. توصلت الدراسة إلى أن أكثر المتغيرات المتعلقة بأداء صناديق الاستثمار والتي تؤثر على كفاءة البورصة المصرية هي الاختيار الجيد للأوراق المالية المكونة للصندوق ثم حجم رأس المال السوقي للصناديق ثم قيمة تداول الصناديق وكلما زادت هذه النسبة كلما زاد تأثيرها على عوائد السوق التي تعتبر مؤشر على كفاءة البورصة.

٤. دراسة (السيد، ٢٠١٦)^(٤) بعنوان: أثر سياسة توزيع الأرباح على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية.

هدفت الدراسة إلى محاولة الوقوف على أثر سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في توزيع عائد دوري أو احتجاز جزء من الأرباح واستثمارها وتوزيع الجزء المتبقي على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية سواء باستخدام الأسلوب البسيط أو الأساليب المركبة.

توصلت الدراسة إلى أنه توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية بين أداء صناديق الاستثمار طبقاً للعائد والمخاطرة و يوجد تأثير معنوي لسياسة توزيع الأرباح على كل من القيمة الاستردادية للوثيقة و معدل العائد المرجح بالمخاطر الكلية كما يوجد تأثير ذو علاقة احصائية بين سياسة توزيع الأرباح و صافي قيمة أصول الصندوق على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية.

٥. دراسة (العجواني، ٢٠١٦)^(٥) بعنوان: أثر كفاءة إدارة مخاطر الاستثمار على أداء الصناديق المفتوحة: دراسة تطبيقية.

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر إدارة مخاطر الاستثمار على أداء الصناديق المفتوحة داخل سوق الأوراق المالية المصرية.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين كل من المخاطر المنتظمة ومخاطر السوق وبين كفاءة الإدارة ، فمع زيادة هذه المخاطر تظهر كفاءة المنظمة في إدارتها وأن هناك ضرورة لاستخدام الاساليب الكمية والحاسب الالي في اتخاذ القرارات الاستثمارية وضرورة تدريب العاملين على تلك الاساليب لتطبيقها في إدارة المخاطر وتحقيق الاهداف المرجوة.

٦. دراسة (Inderjit & Gupta, 2018)^(١) بعنوان: أثر استخدام الاستراتيجيه النشطه في الاداره على أداء صناديق الاستثمار بالتطبيق على الصناديق المتوازنه بالهند.

هدفت الدراسه إلى قياس اثر استخدام مديرين إستثمار الصناديق المتوازنه في الهند الإستراتيجية النشطه لإدارة محفظة الصندوق على أداء تلك الصناديق.

توصلت الدراسه إلى وجود علاقه عكسيه بين الاستراتيجيه النشطه و اداء الصناديق مع وجود عدد من الصناديق التي حققت أداءً مرتفعاً كما ان إستخدام هذه الاستراتيجيه أدى إلى حدوث تحسن ملحوظ في قدرة الإدارة على التنبؤ بأداء الصناديق مستقبلاً.

ثانياً: مشكلة الدراسة:

تتبلور مشكلة الدراسة بصفة أساسية من خلال التساؤل الرئيس التالي:
إلى أي مدى يساهم تقليل مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الإستثمار المفتوحة؟

ثالثاً: فرض الدراسة:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الإستثمار المفتوحة؟

رابعاً: أهداف الدراسة:

١. التعرف على مدى الاهتمام بمخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الإستثمار المفتوحة.
٢. تحديد العلاقة بين مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار و أداء صناديق الإستثمار المفتوحة في جمهورية مصر العربية.

٣. معرفة أثر مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الاستثمار المفتوحة في جمهورية مصر العربية.
٤. تقديم مجموعة من التوصيات التي يمكن أن تفيد القيادات الإدارية في شركات إدارة صناديق الاستثمار محل الدراسة والوزارات المعنية ، والجهات ذات العلاقة، والمهتمين بهذا المجال.

خامساً: أهمية الدراسة:

أ. الأهمية العلمية:

١. تساعد في التعرف على مفهوم مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار ومفهوم أداء صناديق الاستثمار.
٢. يعتبر موضوع مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار من المواضيع الهامة وكذلك حول موضوع أداء صناديق الاستثمار ، لذا يمكن أن تساهم الدراسة في إمداد المكتبة العربية عموماً والمكتبة المصرية خصوصاً بالمعارف حول تلك الموضوعات.

ب. الأهمية التطبيقية:

١. يتم تطبيق هذه الدراسة على شركات إدارة صناديق الاستثمار المفتوحة في جمهورية مصر العربية وهو مجال تطبيقي هام حيث يعتبر أهم أنواع صناديق الاستثمار ولذا فهي تمثل مجالاً استثمارياً هاماً واستراتيجياً ولها أهمية كبيرة في القطاع الاقتصادي.
٢. تواجه شركات إدارة صناديق الاستثمار العديد من المشاكل التي تؤدي إلى ضعف مستوى أداءها، الأمر الذي يتطلب التركيز عليها والبحث عن الطرق والأساليب التي تؤدي إلى تحسين أدائها الاستثماري.

الجزء الثاني: الإطار النظري للدراسة

يعتمد تقييم أداء صناديق الاستثمار على العائد والمخاطر، ويقصد بالعائد مقدار الزيادة التي تطرأ على الثروة نتيجة الاستثمار، أما المخاطر فهي التقلبات في العوائد

الفعلية عن العائد المتوقع، فهي تصف حالة عدم التأكد المصاحبة للعائد المتوقع، ولا يمكن تقييم أداء محفظة الاستثمار بالدقة المطلوبة بدون قياس العائد والمخاطر^(٧).

أولاً: مخاطر الاستثمار:

يعتبر من الضروري بالنسبة للمستثمر أن يتعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها جهة الاستثمار قبل اتخاذ قرار الاستثمار في أوراقها المالية حتي يمكن تقدير مقدار العائد المتوقع من الاستثمار في هذه الأوراق المالية^(٨). وتتعدد أنواع مخاطر الاستثمار فمنها المخاطر المالية والمادية والتشغيلية، وللتغلب عليها يتم اللجوء للتنبؤ بالمخاطر ومحاولة منع أو تقليل حدوثها أو معالجة المخاطر حال وقوعها للتخفيف من أثارها السلبية، ومحاولة الاستفادة منها في درء المخاطر المستقبلية أو كيفية التعامل معها^(٩).

أ. المخاطر الكلية:

هي إجمالي المخاطر التي يتعرض لها عائد الاستثمار والناجم عن زيادة احتمال تشتت العائد عن القيمة المتوقعة له، وبالتالي فإن المخاطر الكلية تعكس التقلب الكلي في العائد على الاستثمار. وتقاس المخاطر الكلية بعدة طرق منها، التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف^(١٠).

ب. المخاطر المنتظمة (الخارجية):

هي المخاطر التي تعود إلى السوق وتؤثر على كل المنشآت العاملة ويطلق عليها أيضاً تجاوزاً مخاطر السوق أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، وسبب ذلك أن هذه المخاطرة تصيب كافة الأوراق المالية في السوق ويتأثر بها عائد الأدوات الاستثمارية ويصعب على المستثمر التخلص منها أو التحكم فيها، ويعتبر مصدر المخاطرة المنتظمة هو ظروف عامة اقتصادية أو ظروف سياسية أو اجتماعية أو مؤسسية يتعرض لها الاقتصاد ككل وبالتالي فهي تؤثر على السوق بأكمله دون استثناء أي قطاع، وتقاس المخاطر المنتظمة بمعامل بيتا والذي يعكس مدى تقلب عائد

الصندوق بالنسبة لعائد محفظة السوق^(١١)، ومن أهم مصادر المخاطر المنتظمة ما يلي:

١. **مخاطر السوق:** ويقصد بها المخاطر التي تتأثر بها الادوات الاستثمارية نتيجة للظروف الاقتصادية أو السياسية أو الاجتماعية أو نتيجة علاقة بلد الاستثمار مع البلدان الأخرى والتي تؤثر بدورها على اتجاهات سوق المال سواء صعودا أو هبوطا، وتتمثل هذه المخاطر في التهديدات الناتجة عن التغيرات في الأسعار، معدلات الفائدة، وأسعار الصرف وغيرها وهنا يمكن أن تتعرض صناديق الاستثمار للخسارة المالية الناتجة عن التحركات الغير ملائمة في بعض متغيرات السوق مثل أسعار الاسهم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدل التضخم وأسعار السلع.^(١٢)

٢. **مخاطر سعر الفائدة:** تنشأ نتيجة للتغير في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة. وتصيب كافة الاستثمارات بصرف النظر عن طبيعة الاستثمار ذاته، وكقاعدة عامة ومع ثبات باقي العوامل الأخرى، فكلما ارتفعت مستويات الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية والعكس صحيح، أي أن القلب في معدل الفائدة في السوق يؤثر على العائد المتوقع على الاستثمار^(١٣).

٣. **مخاطر التضخم:** والمقصود بها ارتفاع المستوى العام للأسعار دون أن يقابلها زيادة في الدخل والذي يترتب عليها هبوط القوة الشرائية للدخل الناتج من الاستثمار نتيجة لارتفاع مستوى الاسعار في الاقتصاد ككل، والمقصود بعائد الاستثمار هنا العائد الحقيقي وليس الاسمي، وينتج عن مخاطر التضخم نوع آخر من المخاطر يسمى مخاطر القوى الشرائية وتعني تعرض الاموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية^(١٤).

٤. **مخاطر سعر الصرف:** وهي المخاطر التي تؤدي إلى خسائر محتملة نتيجة تغيرات أسعار الصرف بين عملة نقدية محلية وعملة نقدية أجنبية مما يؤدي إلى حدوث تقلبات اقتصادية تؤثر على الأداء المالي للشركات والذي ينعكس بدوره على الأوراق المالية المتداولة بالسوق مما يؤدي الي ارتفاع أو انخفاض عائد الصندوق بشرط ان تكون الاستثمارات بالعملة المحلية للدولة المصدرة لها. وهذه المخاطر هي مخاطر منتظمة

بطبيعتها فالتغير في أسعار الصرف من شأنه أن يؤثر ليس فقط على المنشآت التي تستورد أو تصدر منتجات، بل يمتد التأثير إلى غيرها من المنشآت وإلى المستهلكين في نهاية المطاف مما يؤثر على المستوى العام للأسعار^(١٥).

٥. المخاطر القانونية: وهي المخاطر الناتجة عن تغير اللوائح والقوانين بما يؤثر بالسلب على الاستثمارات، حيث تتعرض كافة العوائد المكتسبة على الاستثمارات لمخاطر اعتباراً من تاريخ اتخاذ اية اجراءات أو قرارات أو إصدار قوانين جديدة مثل الأمور ذات الصلة بالضريبة والتي قد يكون لها تأثيراً سلبياً على الربحية. ومن الجدير بالذكر بأنه لا يمكن التنبؤ بهذه المخاطر ويمكن أن تعتمد على العديد من العوامل السياسية والاقتصادية والعوامل الأخرى.^{١٦}

ج. المخاطر الغير منتظمة (الداخلية):

وهي المخاطر التي تكون مصادرها منفردة باستثمار أو قطاع محدد في السوق ولا تتعرض لها باقي القطاعات أو المنشآت وتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق، ويمكن تجنب ذلك النوع من المخاطر عن طريق التنوع الجيد لمحفظة الأوراق المالية المكونة للصندوق، ومن أهم مصادر تلك المخاطر ما يلي:

١. مخاطر الإدارة: وهي تلك المخاطر الناجمة عن مقدار الاخطاء التي ترتكبها الإدارة والتي تؤثر على معدل العائد بالرغم من قوة المركز المالي للمنشأة وجودة منتجاتها حتى لو كان هناك ازدهار اقتصادي وتجاري للنشاط التي تمارسه الشركة.^(١٧)

٢. مخاطر السيولة: هي المخاطر التي تنتج من عدم تمكن الصندوق من الوفاء بالتزاماته تجاه حملة الوثائق في الوقت المناسب وبدون تأخير دون اللجوء إلى تسهيل أي من استثماراته في الوقت الذي يحتاج فيه إلى النقدية بقيمة تقل عن قيمتها السوقية نتيجة لعدم وجود طلب على الاصل المراد تسويله أو حدوث ظروف تؤثر على بعض استثمارات الصندوق بما يؤدي إلى انخفاض أو انعدام التداول عليه لفترة من الزمن، ولهذا يمكن النظر إلى السيولة في صناديق الاستثمار بأكثر من مفهوم، فقد يتم النظر إليها بمفهوم الرصيد أو بمفهوم التدفق أو السيولة المطلقة أو السيولة النسبية، فالسيولة

بمفهوم الرصيد يتم تحديدها بمقدار ما تحوزه صناديق الاستثمار من أصول سائلة لمواجهة الاحتياجات المتوقعة من السيولة.^(١٨)

٣. مخاطر الائتمان: وهي تلك المخاطر التي تتعلق باحتمال فشل الطرف الآخر الذي تستمر أموال الصندوق في أوراقه المالية في الوفاء بالتزاماته، ومن المهم في هذه الحالة معرفة القدرة الائتمانية للطرف الآخر، كذلك من المهم تحديد احتمال حدوث فشل الطرف الآخر إما في الوقت الحالي وإما في المستقبل.^(١٩)

د. المخاطر الخاصة: (٢٠)

١. مخاطر عدم كفاءة التنويع: إن الباعث على الاستثمار في صناديق الاستثمار هو بصفة أساسية الحصول على مزايا التنويع حيث يمكن للمستثمر الكبير أن يحقق التنويع بصفة مباشرة لأنه يتوافر لديه حجم الأموال الذي يسمح له بتحقيق ذلك ولكن هذا لا يتأتى للمستثمر الصغير إلا من خلال الصناديق، فإذا لم يوفر الصندوق التنويع بالمستوى المطلوب يتعرض المستثمر إلى احتمال انخفاض قيمة استثماره بسبب ذلك وبالتالي يعتبر التنويع من المخاطر التي يواجهها المستثمر في الصناديق.

٢. مخاطر التوقيت: وتتمثل في اختيار توقيت شراء أو بيع الأوراق المالية، فالشراء عند وصول السوق إلى القمة أو عند بداية هبوط السوق ينطوي على قدر أكبر من المخاطر مقارنة بالشراء في بداية صعود السوق والعكس صحيح في حالة البيع. ومدير الاستثمار هو الذي يستطيع الحد من آثار مخاطر التوقيت.

٣. مخاطر الاختيار: ويقصد بها مدى توافر مهارة اختيار تشكيلة الأوراق المالية المكونة لمحفظه الصندوق ويمكن قياسها من خلال معادلة "فاما" والتي تقوم على طرح العائد المتوقع للمحفظه في ضوء المخاطر المنتظمة من العائد الفعلي الذي حققته المحفظه، فالقيمة الموجبة تعبر عن قدرة مديري المحفظه على اختيار أفضل الأوراق المالية الموجودة في السوق والقيمة السالبة تعبر عن العكس.

ثانياً: صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار شركات لتجميع المدخرات من العديد من المستثمرين وتستثمرها في محفظه، وكل مستثمر يقوم بشراء حصة في شركة الاستثمار يكون قد

حقق لنفسه التنويع وكفاءة الإدارة، وتتغير قيمة المحفظة تبعاً لتغير قيمة الاستثمارات من الأوراق المالية داخل تلك المحفظة.

أ. مفهوم صناديق الاستثمار:

١. صناديق الاستثمار هي شركات استثمار تقوم بجمع الأموال واستثمارها في الأصول المالية كالأسهم والسندات وغيرها مقابل حصول المستثمرين على العوائد التي تحققها تلك الأصول^(٢١).

٢. هي وعاء استثماري يجمع المال من عدة مستثمرين بهدف شراء عدد كبير من الاستثمارات، ثم استثمار تلك الأموال في أنواع عديدة ومختلفة من الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى. وبالتالي تساعد صناديق الاستثمار الأفراد الذين لا يمتلكون الخبرة وكذلك المال للاستعانة بأحد المديرين الخبراء من أجل اختبار الاستثمارات المناسبة لهم^(٢٢).

٣. هي وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة خبيرة وفقاً لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر بما يعود بالفائدة على مؤسسي تلك الصناديق والمدخرين والاقتصاد القومي ككل^(٢٣).

٤. هي محفظة من الأوراق المالية المنوعة تعمل على تقليل المخاطر بالمقارنة بالاستثمار في الأوراق المالية الفردية^(٢٤).

٥. هي كيان تنظيمي مستقل مادياً ومحاسبياً عن المؤسسة التي تنشئه ويتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم يعهد بها إلى مدير استثمار بغرض استثمار هذه المدخرات في أوراق مالية تحقق الهدف الأساسي من الاستثمار^(٢٥).

وتعرف الباحثة صناديق الاستثمار بأنها أداة استثمارية تتيح وثنائها حصول حاملها على عائد يفوق العائد الخالي من المخاطر من خلال مساهمته في محفظة أوراق ماليه مدارة ومنوعة جيداً.

ب. أنواع صناديق الاستثمار:

• من حيث طبيعة رأس المال:

١. **صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة:** وهي صناديق محددة القيمة والحجم والهدف والعمر تباع وثانقها في السوق الثانوية القانونية (البورصة)، وتحسب القيمة الصافية للأصل لصناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة يوميا بناء على السعر السوقي السائد للأوراق المالية المشكلة للمحفظة، ولا تصدر شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة أي وثائق في المستقبل ولا تعيد شراء الوثائق عند الطلب، وإنما يتم شراء وثائق صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة وبيعها من خلال السوق الثانوية كسهم أي شركة، وبعد فترة محددة يصفى الصندوق وتوزع عوائده على المستثمرين وقد تتاح هذه الصناديق بصورة دورية إذا ما تبين لخبراء الاستثمار فرصة جيدة للاستثمار في مجال محدد. (٢٦)

٢. **صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:** تتميز هذه الصناديق بأنها مفتوحة لدخول وخروج المستثمرين وبأن عدد الأوراق المالية التي تحتويها غير ثابتة نتيجة عمليات الشراء والبيع والاسترداد المستمرين وهي جاهزة دائما لرد قيمة الوثيقة عند الطلب ولكن لا يجوز قيد أو تداول وثانقها في بورصة الأوراق المالية، ويتحدد سعر الحصة في الصندوق على أساس القيمة الصافية للأصول المكونة لمحفظة الصندوق. (٢٧)

• من حيث الهدف: (٢٨)

١. **صناديق النمو:** تهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية من خلال زيادة قيمة الأموال المستثمرة، حيث تقوم هذه الصناديق باستثمار أموالها في أسهم الشركات النامية التي من المتوقع أن تحقق نمواً في المستقبل، أو في أسهم الشركات الرابحة التي تقوم بتدوير أرباحها من خلال إعادة استثمار الأرباح المحترزة لتحقيق المزيد من الأرباح الرأسمالية، وتنطوي هذه الصناديق على قدر كبير من المخاطرة مقارنة بالأنواع الأخرى من الصناديق، وذلك نتيجة طبيعة استثماراتها، لذلك فإن هذا النوع من الصناديق يجذب المستثمر المغامر الذي تتوافر لديه الرغبة في تحمل المخاطرة والذي لا يهتم بتحقيق دخل جار من استثماراته.

٢. **صناديق الدخل:** تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق دخل جار مستقر نسبياً للمستثمر، من خلال الاستثمار في تشكيلة من السندات، كسندات الشركات والسندات الحكومية،

كما من الممكن أن تستثمر هذه الصناديق في أسهم الشركات المستقرة التي لها سجل مستقر في توزيع الجزء الأكبر من أرباحها وتعد هذه الصناديق أقل مخاطرة من الأخرى، لذلك فهي تلائم المستثمر الذي لا يرغب في تحمل قدر كبير من المخاطرة.

٣. صناديق النمو والدخل: يحاول هذا النوع من الصناديق الجمع بين هدفي النوعين السابقين، حيث تهدف صناديق النمو والدخل إلى تحقيق دخل من الأموال المستثمرة مع تحقيق نمو رأسمالي مستقبلي لتلك الأموال. وذلك من خلال تنويع الصندوق لاستثماراته بين الأسهم والأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وتلائم هذه الصناديق الذي يرغب في زيادة قيمة استثماراته، والحصول في الوقت ذاته على قدر من الدخل الجاري.

٤. صناديق إدارة الضريبة: هذه الصناديق لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح، في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها. وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً، ويلائم هذا النوع من الصناديق المستثمرين الذين يودون تقليل القيمة الحالية لأعبائهم الضريبية، والمستثمرين الذين يخضعون لشرائح ضريبية عالية.

• من حيث مكونات الصندوق:

١. صناديق الأسهم: تستثمر هذه الصناديق - بشكل أساسي - في الأسهم العادية، وتختلف فيما بينها باختلاف خصائص تلك الأسهم، وتهدف بشكل أساسي لتحقيق النمو الرأسمالي. ومن أهم أشكالها: صناديق النمو المغامر وصناديق الأسهم قطاعية التي تستثمر في أسهم قطاع معين وصناديق المؤشرات التي تحاول مجاراة أداء أحد مؤشرات السوق بشراء الأوراق المالية المتضمنة بالمؤشر بشكل متناسب مع تمثيل الأسهم في المؤشر. (٢٩)

٢. صناديق السندات: تركز هذه الصناديق في استثماراتها على أنواع مختلفة من السندات، وتهدف بشكل أساسي إلى تحقيق الدخل لحملة وثائقها. فمنها من يستثمر في

سندات الشركات، أو في السندات الحكومية، وغيرها يستثمر في السندات التي يتم إصدارها في مختلف أنحاء العالم^(٣٠).

٣. الصناديق المتوازنة: هذه الصناديق مصممة لتكون محفظة استثمار كاملة تحتوي على كل من الأسهم وأوراق الدخل الثابت بتوازن مستقر نسبياً، حتى يمكن توزيع نسب المخاطر بنسب متوازنة وتجمع بين هدفين: تحقيق دخل جاري فضلاً عن مكاسب رأسمالية على المدى الطويل. وبعض هذه الصناديق يكون لها محفظة مرنة بحيث تستثمر هذه الصناديق أموالها في الأسهم والسندات وأدوات سوق النقد بحسب أحوال السوق دون وضع نسب محددة للاستثمار في كل نوع^(٣١).

٤. الصناديق الإسلامية: وهي الصناديق التي تتكون محفظتها المالية من الأوراق المالية التي تتوافر فيها شروط الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية من حيث نشأة الوحدة الاقتصادية، ومن حيث نوعية العائد وكيفية الحصول عليه، لذلك فهذه الصناديق لا تتعامل في الأوراق المالية التي تصدرها شركات تتعامل في الخمر والمسكرات بأنواعها، ولا تتعامل مع أسهم البنوك الربوية والسندات بأنواعها وشهادات الاستثمار والودائع المصرفية وكل أنواع الاستثمارات التي تتعارض مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية. وتلك الصناديق تتعرض لدرجة أكبر من المخاطرة التي تتعرض لها صناديق الاستثمار التقليدية، وذلك لوجود الضوابط والقيود المفروضة عليها مثل صناديق الاستثمار التقليدية بالإضافة إلى القيود المفروضة عليها بسبب استثمار أموالها بطريقة تتناسب أو تتلاءم مع قواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية^(٣٢).

• من حيث السياسات الاستثمارية: (٣٣)

١. صناديق الاستثمار ذات سياسات متحفظة: دائماً تحتفظ هذه الصناديق تجاه المخاطر، وبذلك فهي تهدف إلى تحقيق الاستقرار والأمان لحملة الوثائق، ولذلك فهي تستثمر الجزء الأكبر من رأسمالها في الأدوات التي تنطوي على مخاطر أقل وتحقق عائداً دورياً، مثل الأسهم الممتازة، وأسهم الشركات الكبيرة، والسندات، وأذونات الخزنة حيث تتسم السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق بالتحفظ تجاه المخاطرة حيث

يشترط في السياسة الاستثمارية المطبقة تحقيق الأمان والاستقرار للمستثمرين ، وتناسب تلك السياسة مجموعة من المستثمرين كبار السن وأصحاب المعاشات والذين يخططون للتقاعد المبكر وذلك نظرا لحاجتهم إلى الدخل الدوري الثابت.

٢. **صناديق الاستثمار ذات سياسات متحررة أو نشطة:** وتهدف إلى تحقيق أعلى عائد ممكن، وهي في سبيل ذلك تتحمل مخاطر عالية، ومن أجل ذلك فهي تقوم باستثمار أموالها في الأوراق المالية التي تحقق أعلى العوائد، مثل: أسهم الشركات التي تتدرج تحت مرحلة النمو، وتقوم إدارة صناديق الاستثمار بشراء وبيع الأوراق المالية بغرض تكوين محفظة أوراق مالية تتلاءم مع هذه الأهداف وتحقق في نفس الوقت السياسة الاستثمارية المنشودة.

٣. **صناديق الاستثمار ذات سياسات متوازنة (تتبع مزيج من السياسات المتحفظة والنشطة):** وتعمل هذه الصناديق على تحقيق الهدفين معا، العائد الدوري من أجل الأمان والنمو من أجل تحقيق أرباح رأسمالية؛ ولذلك فإن محافظها تشتمل على جميع الأوراق المالية بشكل متوازن، وتعتبر السياسة الاستثمارية لصندوق الاستثمار مسئولية مدير الاستثمار تماما، وعليها يتوقف نجاح أو فشل الصندوق وتختلف هذه السياسة من دولة لأخرى وفقا للقوانين والتشريعات التي تحكم صناديق الاستثمار وكل ما يتعلق بها.

ج. متطلبات أساسية لإنشاء صناديق الاستثمار^(٣٤)

١. تحديد درجة المخاطرة من البداية على نحو دقيق، وما يرغب في الاستثمار فيه بشكل جوهري، فقد تكون السياسة الاستثمارية متحفظة تجاه المخاطر بهدف تحقيق الأمان والاستقرار في العوائد أو قد تكون سياسة هجومية تهدف إلى تحقيق أعلى ربحية أو قد تكون سياسة متوازنة تهدف إلى تحقيق ربحية مناسبة في ظل درجة مقبولة من المخاطر.

٢. اختيار نوعية أو مجال الاستثمار (التخصص) سواء كان في نوعية واحدة أو قطاع واحد.. إلى غير ذلك، وعادة لا يتم التخصيص الدقيق للصناديق إلا بعد

مرحلة متقدمة، حيث من الصعب أن تقوم تلك الصناديق بذلك إلا بعد نجاحها وثباتها في سوق المال.

٣. تحديد أهداف الصندوق طبقاً لدرجة المخاطرة والسياسة الاستثمارية المحددة من قبل ثم القطاعات التي تحددت للاستثمار فيها بعد ذلك وبالتالي سيتم هنا تحديد أهداف الصندوق من حيث عدد المستثمرين ودرجة السيولة وأسلوب تقويم الأوراق المالية العمر الزمني للصندوق وطريقة توزيع العوائد، إلى غير ذلك من الأهداف.

الجزء الثالث: منهجية الدراسة والدراسة الميدانية

أولاً: أسلوب الدراسة:

أ- المصادر الثانوية: ويمكن تحديد البيانات التي تم الاعتماد عليها في تحقيق أهداف الدراسة في ضوء مشكلة الدراسة والمتغيرات المتعلقة بها حيث اعتمدت الباحثة في تكوين الإطار النظري على الكتب العربية والأجنبية، والمجلات والدوريات العلمية، والأبحاث العلمية المتخصصة المنشورة منها وغير المنشورة أيضاً، والتي تناولت موضوع الدراسة أو بعض جوانبها، بالإضافة إلى ذلك اعتمدت الباحثة على التقارير والنشرات التي تصدر عن الجهات المختلفة ذات العلاقة.

وتم الاعتماد على بعض البيانات الثانوية المنشورة وغير المنشورة ذات الصلة بموضوع الدراسة من خلال الرجوع إلى المكتبات، والدراسات والدوريات والنشرات والمقالات، وغيرها من مصادر جمع المعلومات، بالإضافة إلى البيانات المتعلقة بشركات إدارة صناديق الاستثمار المفتوحة محل الدراسة خلال الفترة الممتدة من ٢٠١٥-٢٠١٨.

ب- المصادر الأولية:

تم جمع البيانات الأولية اللازمة للدراسة من العاملين في شركات إدارة صناديق الاستثمار من خلال قائمة الاستبيان، وذلك للحصول على آراء واتجاهات العاملين في تلك الشركات التي تخدم موضوع الدراسة وذلك لاختبار صحة الفروض الخاصة

بالدراسة، بالإضافة إلى إجراء بعض المقابلات الشخصية، ويتضح ذلك على النحو التالي:

١- **قائمة الاستبيان:** لقد تم تصميم استمارة استبيان من أجل معرفة اتجاهات العاملين في شركات إدارة صناديق الاستثمار حول موضوع الدراسة، وتم اعداد قائمة الاستبيان بحيث تشمل كل متغيرات موضوع الدراسة وقسمت الى جزئين رئيسيين وذلك على النحو التالي:

الجزء الأول: وهو عبارة عن الجزء المتعلق بمخاطر الإدارة ويتكون من (٨) فقرات.
الجزء الثاني: وهو عبارة عن الجزء الخاص بأداء صناديق الاستثمار ويتكون من (٩) فقرات.

٢- **المقابلات الشخصية:** اعتمدت الباحثة على المقابلة الشخصية عند توزيع استمارات الاستبيان وذلك للإجابة عن بعض الاستفسارات التي قد ترد من المستقضى منهم، وكذلك أيضاً وشرح بعض النقاط والحصول على بعض المعلومات والبيانات والملاحظات والآراء الإضافية من المستقضى منهم والتي لا يمكن الحصول عليها بواسطة الاستبيانات.

٣- **الدراسة التحليلية:** تم تفرغ البيانات من استمارات الاستبيان وتصنيفها وتبويبها لتسهيل عملية تحليلها وتفسيرها، وذلك لاستخلاص النتائج والتوصيات، ولقد تم تحليل البيانات التي تم الحصول عليها باستخدام الوسائل الإحصائية المناسبة لاختبار صحة الفروض.

ثانياً: مجتمع وعينة الدراسة:

١- **مجتمع الدراسة:** يتمثل مجتمع الدراسة في شركات إدارة صناديق الاستثمار المفتوحة في جمهورية مصر العربية والتي يبلغ عددها ١٧ شركة، ويتمثل مجتمع الدراسة في الإدارة العليا والعاملين بمختلف وظائفهم ومناصبهم وتخصصاتهم في مجال صناديق الاستثمار المفتوحة لدى تلك الشركات حيث بلغ عددهم ٤٠٨ مفردة، وذلك حتى نهاية العام ٢٠١٨.

٢ - **عينة الدراسة:** اقتصرت الدراسة على عينة من العاملين في شركات شركات إدارة صناديق الاستثمار المفتوحة بجمهورية مصر العربية، ولذا تم اختيار عينة عشوائية طبقية من العاملين بلغت ١٩٨ مفردة من العاملين وذلك طبقاً لجدول حجم العينة عند معامل ثقة ٩٥% ونسبة خطأ ٥%.

ثالثاً: معاملات الصدق والثبات:

أ- **صدق المحكمين:** قامت الباحثة بعرض قائمة الاستبيان على مجموعة من المحكمين من ذوي الاختصاص في تخصص إدارة الأعمال من أعضاء هيئة التدريس في عدد من الجامعات، والذين أجروا بعض التعديلات على الاستبيان مع حذف بعض الفقرات، وإضافة فقرات جديدة، وذلك بهدف التعرف على مدى تنوع وشمولية الفقرات والمحاو التي وضعت لقياس أبعاد الدراسة المختلفة.

ب- **ثبات المقياس:** تبين من معامل الثبات لكل بعد من أبعاد متغيرات الدراسة أن جميع معاملات الصدق هي دالة احصائياً عند مستوى (٥.٠%) وبذلك يعتبر جميع مجالات الاستبيان صادقة لما وضعت له، كما يتبين أن درجة معامل ثبات جميع أبعاد محاور الاستبيان مرتفعة وهذا يعني أن قيمة معامل الثبات لجميع الأبعاد مرتفعة.

رابعاً: حدود الدراسة:

- ١- **الحدود البشرية:** طبقت الدراسة على العاملين في شركات إدارة صناديق الاستثمار المفتوحة بجمهورية مصر العربية.
- ٢- **الحدود المكانية:** اقتصرت الدراسة على جميع شركات إدارة صناديق الاستثمار المفتوحة بجمهورية مصر العربية في محافظة القاهرة.
- ٣- **الحدود الزمانية:** تمت عملية جمع البيانات والمعلومات حول موضوع الدراسة عن الفترة من العام (٢٠١٥-٢٠١٧).

خامساً: الإحصاء الوصفي لنتائج الدراسة الميدانية:

أ. تحليل فقرات مخاطر الإدارة:

جدول رقم (١): المتوسط الحسابي والانحراف المعياري والأهمية النسبية لفقرات مخاطر الإدارة

م.	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية	الترتيب
١.	يحقق صندوق الاستثمار عائد يفوق عائد محفظة السوق (EGX30).	3.73	0.86	74.6%	٢
٢.	تؤثر المهارات التحليلية لمدير الاستثمار على أداء الصناديق المفتوحة.	3.66	0.91	73.2%	٣
٣.	يؤثر الأسم السوقي لمدير الاستثمار على أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.	3.28	1.08	65.6%	٧
٤.	تتوافر لدى مديري الاستثمار القدرة على تنوع محفظة الصندوق.	3.32	0.83	66.4%	٦
٥.	تؤثر المؤهلات العلمية لمدير الصندوق على أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.	3.66	0.91	73.2%	٣
٦.	يؤثر اختيار المدير لسياسه ادارة الصندوق على أدائه .	4.01	1.13	80.2%	١
٧.	يتمكن مدير الاستثمار من تحقيق أهداف الصندوق بكفاءة و فاعليه.	2.45	0.77	49.0%	٨
٨.	اختيار المديرين لمجالات الاستثمار داخل الصندوق تؤثر على أداء الصناديق المفتوحة.	3.42	0.98	68.4%	٥
	المتوسط العام	٣.٤٤	٠.٩٤	٦٨.٨%	

يتضح من بيانات الجدول السابق أن الدرجة الكلية لإجابات أفراد العينة على الفقرات المرتبطة ببعد مخاطر الإدارة جاءت متوسطة، حيث بلغ متوسطها الحسابي (٣.٤٤) وبانحراف معياري (٠.٩٤)، وجاءت أعلى إجابة للفقرة التي تنص على "يؤثر اختيار المدير لسياسه ادارة الصندوق على أدائه" حيث بلغ متوسطها الحسابي (٤.٠١) وبانحراف معياري (١.١٣)، في حين جاءت أقل إجابات لأفراد العينة على الفقرة

التي تنص على "يتمكن مدير الاستثمار من تحقيق أهداف الصندوق بكفاءة و فاعليه" حيث بلغ متوسطها الحسابي (٢.٤٥) وبانحراف معياري (٠.٧٧).

ب. تحليل فقرات أداء صناديق الاستثمار

جدول رقم (٢): المتوسط الحسابي والانحراف المعياري والأهمية النسبية لفقرات أداء صناديق الاستثمار

م.م	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية	الترتيب
١	تقيس إدارة الصندوق أداء صناديق الاستثمار بأكثر من طريقه.	2.45	0.77	49.0%	٩
٢	تستخدم الاداره معدل العائد على الاستثمار عند تقييم أداء الصناديق.	3.93	1.02	78.6%	٢
٣	يعبر معدل العائد على الاستثمار عن أداء صناديق الاستثمار بشكل دقيق.	4.20	0.86	84.0%	١
٤	تستخدم إدارة الصندوق مؤشر شارب في تقييم أداء صناديق الاستثمار.	3.65	1.04	73.0%	٤
٥	مؤشر شارب أكثر دقه من معدل العائد على الاستثمار عند قياس أداء الصناديق.	3.57	1.14	71.4%	٦
٦	تستخدم إدارة الصندوق مؤشر ترينور لتقييم أداء الصندوق.	3.51	0.85	70.2%	٧
٧	يقيس مؤشر ترينور أداء الصناديق بشكل أكثر دقه من مؤشر شارب و معدل العائد على الاستثمار.	3.59	0.95	71.8%	٥
٨	هناك أساليب أخرى تستخدمها إدارة الصندوق في تقييم أداء صناديق الاستثمار	2.95	1.09	59.0%	٨
٩	الأساليب الأخرى المستخدمه في قياس أداء الصناديق(إن وجدت) أكثر دقه من معدل العائد على الاستثمار و مؤشري شارب و ترينور.	3.90	1.12	78.0%	٣
	المتوسط العام	3.53	0.98	70.6%	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي.

سارة محمود بدوي رفاعي

يتضح من بيانات الجدول السابق أن الدرجة الكلية لإجابات أفراد العينة على الفقرات المرتبطة ببعد أداء صناديق الاستثمار جاءت متوسطة، حيث بلغ متوسطها الحسابي (٣.٥٣) وبانحراف معياري (٠.٩٨)، وجاءت أعلى إجابة للفقرة التي تنص على "يعبر معدل العائد على الاستثمار عن أداء صناديق الاستثمار بشكل دقيق" حيث بلغ متوسطها الحسابي (٤.٢٠) وبانحراف معياري (٠.٨٦)، في حين جاءت أقل إجابات لأفراد العينة على الفقرة التي تنص على "تقيس إدارة الصندوق أداء صناديق الاستثمار بأكثر من طريقه" حيث بلغ متوسطها الحسابي (٢.٤٥) وبانحراف معياري (٠.٧٧).

سادساً اختبار فرض الدراسة:

ينص الفرض الرئيس للدراسة والذي تم صياغته في صورة الفرض العدم على أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمخاطر الإدارة على أداء صناديق الاستثمار. ولاختبار هذا الفرض قامت الباحثة بعدد من الاختبارات وذلك على النحو التالي:

أ. معامل الارتباط:

يبين الجدول التالي معامل الارتباط بين مخاطر الإدارة كمتغير مستقل و أداء صناديق الاستثمار كمتغير تابع.

جدول رقم (٣): معامل الارتباط

المتغير	الاختبار	مخاطر الإدارة	أداء صناديق الاستثمار
مخاطر الإدارة	معامل الارتباط	١	٠.٩٤٨
	المعنوية	٠.٠٠٠	٠.٠٠٠

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بنسبة ٩٤.٨% عند مستوى معنوية ٠.٠٥ بين مخاطر الإدارة و أداء صناديق الاستثمار.

ب. معامل التحديد:

جدول رقم (٤): معامل التحديد

المتغير المستقل	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري
مخاطر الإدارة	0.898	0.897	2.14553

يوضح الجدول السابق أن معامل التحديد $R^2 = 0.898$ وهو ما يعني أن مخاطر الإدارة تفسر أداء صناديق الاستثمار بنسبة 89.8%، أما النسبة الباقية فتفسرها متغيرات أخرى لم تدخل في العلاقة الانحدارية، بالإضافة إلى الأخطاء العشوائية الناتجة عن أسلوب سحب العينة ودقة القياس وغيرها.

ج. تحليل التباين ANOVA Test:

جدول رقم (٥): تحليل التباين

المعنوية	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	البيان
0.000	1515.016	6974.072	1	6974.072	الانحدار
		4.603	172	791.767	البواقي
			173	7765.839	المجموع

يتضح من خلال الجدول السابق وجود علاقة ارتباط معنوية بين مخاطر الإدارة و أداء صناديق الاستثمار، ويظهر ذلك من خلال قيمة "ف" وهي دالة إحصائياً عند مستوى معنوية 0.05 وتدل على صحة وجوهية العلاقة بين المتغيرين وجودة الإطار وصحة الاعتماد على نتائجه بدون أخطاء.

د. تحليل الانحدار:

جدول رقم (٦): تحليل نتائج الانحدار

المعنوية	اختبارات	المعاملات المعيارية		المعاملات الغير معيارية		النموذج
		بيتا	بيتا	الخطأ المعياري	بيتا	
0.002	3.199	0.948	0.769	2.462	الثابت	1
0.000	38.923		0.027	1.063	مخاطر الإدارة	

يظهر من خلال الجدول السابق أن قيم اختبار "ت" لجميع عبارات متغير مخاطر الإدارة ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 0.05. ويبين هذا قوة العلاقة الانحدارية بين مخاطر الإدارة و أداء صناديق الاستثمار.

ونستنتج من الجداول السابقة ما يلي:

- كان مستوى الدلالة الخاصة بكل من معامل ارتباط "بيرسون" ومعامل الانحدار أقل من قيمة ٠.٠٥ مما يعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مخاطر الإدارة و أداء صناديق الاستثمار.
- كانت قيمة معامل ارتباط "بيرسون" مرتفعة مما يعني أنه توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مخاطر الإدارة و أداء صناديق الاستثمار.
- كانت قيمة مستوى المعنوية لاختبار معادلة الانحدار ككل ANOVA (اختبار ف) أقل من قيمة مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما يعني إمكانية الاعتماد على نموذج الانحدار المقدر وبالتالي إمكانية تعميم نتائج العينة على المجتمع محل الدراسة.
- قيم معامل Beta تشير إلى أن مخاطر الإدارة تؤثر في أداء صناديق الاستثمار بنسب مختلفة وهذا التفسير لا يمكن أن يرجع إلى الصدفة.
- مما سبق يمكن للباحثة رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل أي أنه: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمخاطر الإدارة على أداء صناديق الاستثمار.

الجزء الرابع: النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

١. توصلت الدراسة إلى وجود دور هام لمخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الإستثمار المفتوحة حيث تبين وجود علاقة وأثر لمخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار على أداء صناديق الإستثمار المفتوحة.
٢. بينت الدراسة أن هناك علاقة بين تخفيض مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار وتحسين أداء صناديق الاستثمار في شركات إدارة الصناديق محل الدراسة، وكذلك يوجد أثر ايجابي لتخفيض مخاطر الاستثمار و تحسين أداء صناديق الاستثمار.
٣. بينت الدراسة أن الأوضاع والمتغيرات السياسيّة تؤثر على أداء صناديق الاستثمار بصورة مباشرة وأن أداء صناديق الاستثمار يعتمد بشكل كبير على العوامل المحيطة.

٤. أوضحت الدراسة أنه لا يتمكن مدير الاستثمار في كثير من الحالات تحقيق أهداف الصندوق بكفاءة و فاعليه كما بينت الدراسة أن اختيار المدير لسياسه ادارة الصندوق يؤثر على أداء الصندوق ويعتبر من أهم العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.

٥. بينت الدراسة أن عمليات اختيار تشكليه الأوراق المالية المكونة لمحفظه الصندوق لا تخضع للرقابة المستمرة واللازمة لتحقيق الكفاءة المطلوبة من تلك الصناديق.

٦. بينت الدراسة أن شركات إدارة صناديق الاستثمار لا تقوم بقياس أداء صناديق الاستثمار بأكثر من طريقة والتي يمكن أن تعطي مؤشرات مستقبلية عن أداء تلك الصناديق.

ثالثاً: التوصيات:

١. ضرورة الاهتمام بالدور الايجابي لمخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار لما لها من أثر ايجابي على أداء صناديق الإستثمار المفتوحة.

٢. العمل على الاهتمام بطبيعة العلاقة القوية التي تربط بين تخفيض مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار و تحسين أداء صناديق الاستثمار في شركات إدارة الصناديق محل الدراسة، وكذلك الاستفادة من الأثر الايجابي لتخفيض مخاطر مخاطر الإدارة كأحد مخاطر الاستثمار في تحسين أداء صناديق الاستثمار.

٣. ضرورة العمل على أن يتم تقليل أثر الأوضاع والمتغيرات السياسييه بالشكل الذي يؤثر بصورة ايجابية على أداء صناديق الاستثمار من خلال توفير كافة الظروف التي تزيد من اطمئنان المستثمرين بصورة مباشرة وأن يتم اعتماد نظام يساهم في تقليل أثر المخاطر السوقية وجميع عوامل البيئة الخارجية المحيطة على أداء صناديق الاستثمار.

٤. ضرورة توفير كافة العوامل التي يمكن أن تساعد مدير الاستثمار على تحقيق أهداف الصندوق بكفاءة و فاعليه وكذلك ضرورة توفير الوسائل التي تساهم في اختيار المدير لسياسه ادارة الصندوق بالشكل الني يؤثر ايجابيا على إدارة الصندوق

حيث يعتبر اختيار تلك السياسة من أهم العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.

٥. ضرورة أن تخضع عمليات اختيار تشكيلة الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق للرقابة المستمرة واللازمة لتحقيق الكفاءة المطلوبة من تلك الصناديق.

٦. ضرورة أن تقوم إدارة شركات صناديق الاستثمار بقياس أداء صناديق الاستثمار بأكثر من طريقة بالشكل الذي يساهم في اعطاء مؤشرات مستقبلية عن أداء تلك الصناديق.

المراجع:

(^١) Christopher P. Clifford, Jon A. Fulkerson, Bradford D. Jordan, Steve R. Waldman, "Risk and Fund Flows", Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 2, 2013.

(^٢) Yakov Amihud, "Mutual fund's R2 as a Predictor of Performance", The Review of Financial Studies, Faculty of Management, New York University, Vol. 26, No. 3, 2013.

(^٣) محمد أحمد حسين سيد أحمد، "أثر أداء صناديق الاستثمار على كفاءة البورصة المصرية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة جامعة قناة السويس، الإسماعيلية، ٢٠١٥.

(^٤) رشا محمد زغول السيد، "أثر سياسة توزيع الأرباح على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، الإسماعيلية، ٢٠١٦.

(^٥) حنان مجدي محمود العجواني، "أثر كفاءة إدارة مخاطر الاستثمار على أداء الصناديق المفتوحة: دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، ٢٠١٦.

⁶ Kaur Inderjit, Kaushik Gupta, "Impact of Dynamic Risk Strategy of Mutual Funds on Their Performance: Evidence from Indian Equity Mutual Funds", South Asian Journal of Management, [Vol. 25, No. 1](#), 2018.

- (٧) محمد عنتر أحمد أحمد، "نموذج مقترح لمحددات أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار العاملة بسوق المال المصري"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٢٠٠٣، ص ١٣٩.
- (٨) محمد فاروق علي سباع، "دراسة تحليلية لمحددات تعامل صغار المستثمرين في الأوراق المالية بالتطبيق على البورصة المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، الإسماعيلية، ٢٠٠٤، ص ١٠٨.
- (٩) سيد محمد جاد الرب، الاتجاهات الحديثة في إدارة المخاطر والازمات، الطبعة الثانية، القاهرة، المكتبة الاكاديمية، ٢٠١٥، ص ١.
- (١٠) احمد عاشور عبد الله، "تقييم أداء صناديق الإستثمار: دراسة حالة مصر ١٩٩٦-٢٠٠٧"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإقتصاد و العلوم السياسية، جامعة القاهرة، القاهرة، ٢٠٠٩، ص 15.
- (١١) إيهاب لطفي عبد العال، "نموذج مقترح لإدارة محافظ الأوراق المالية بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصري"، رسالة دكتوراه غير منشورة، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ١٠.
- (١٢) سيد محمد جاد الرب، مرجع سبق ذكره، ص ٣٣.
- (١٣) محمد اسماعيل ابراهيم راشد، "أثر المخاطر المالية على قيمة الوثيقة في صناديق الاستثمار بالتطبيق على صناديق النمو"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، ٢٠١٦، ص ١٨.
- (١٤) أحمد فهمي أبو القمصان، إدارة مخاطر الاستثمار والتمويل، القاهرة، دار الفكر العربي، ٢٠١٣، ص ١٠٣.
- (١٥) منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الاسكندرية، المكتب العربي الحديث، ٢٠٠٦، ص ٢٣١.
- (١٦) المرجع السابق، ص ٢٣٥.
- (١٧) دريد كامل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، عمان، دار اليازوري العلمية للنشر، ٢٠٠٩، ص ١٢١.
- (١٨) محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، القاهرة، دار الهاني للطباعة، ٢٠٠٦، ص ١٢٩.
- (١٩) D. Kao, "Estimating and Pricing Create Risk: an Overview", Financial Analysis Journal, Vol. 65, No. 4, 2000, p. 56.
- (٢٠) رشا محمد زغول السيد، مرجع سبق ذكره، ص ٩٩.

(²¹) Alexander J. Gordon, William F. Sharpe, Jeffery V. Bailey, Fundamentals of Investment, 3rd ed., New Jersey, Prentice Hall, 2012, p. 573.

(²²) John A. Haslem, Robert H. Smith, Mutual Funds Risk and Performance Analysis for Decision Making University of Maryland, School of Business Blackwell publishing, 2003, P. 195.

(²³) منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، القاهرة، الدار المصرية اللبنانية، ٢٠٠٧، ص ١٥٥.

(²⁴) حنان مجدي محمود العجواني، مرجع ساق ذكره، ص ٤٠.

(²⁵) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، الاسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠١٢، ص ٢٤١.

(²⁶) راند عبد الرحمن وهيب، "أثر التنوع على الأداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية: دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٧.

(²⁷) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ٢٥٥.

(²⁸) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال- الأوراق المالية وصناديق الإستثمار، الطبعة الثانية، الاسكندرية، المكتب العربي الحديث، ٢٠٠٨، ص ١٢٨.

(²⁹) إسلام نمير رامي، "إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الاستثمار في مصر كصانع للسوق: دراسة مقارنة"، رسالة دكتوراه غير منشورة ، أكاديمية السادات للعلوم الادارية، القاهرة، ٢٠١٥، ص ٣١.

(³⁰) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ٢٥٦.

(³¹) حنان مجدي محمود العجواني، مرجع سبق ذكره، ص ٥٠.

(³²) محمود أحمد شعراوي، "دراسة تحليلية للعوامل المؤثرة على قرارات الاستثمار بالبورصة المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، أكاديمية السادات للعلوم الادارية، القاهرة، ٢٠١٥، ص ٤٠.

(³³) Diana P. Budiono, The Analysis of Mutual funds' Performance: Evidence from U.S. Equity Mutual Funds, Doctorate Research, Rotterdam School of Management, Erasmus University, Netherland, 2009, p. 3.

(³⁴) حنفي عطية عبد الحليم، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار: صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٢١٥.